

# KOMENTARZ TYGODNIOWY

27 kwietnia 2026

## Na Bliskim Wschodzie nadal bez przelomu w relacjach USA – Iran. Oczekiwane posiedzenia Fed i EBC. Inflacja w Polsce.

- Miniony tydzień upłynął w oczekiwaniu na rozwój sytuacji w relacjach USA – Iran, przede wszystkim w kontekście przypadającego 22.04 zakończenia zawieszenia broni między USA i Iranem oraz zapowiadanego przez USA powrotu do rozmów pokojowych z Iranem. Ostatecznie korzystną dla rynków informacją było bezterminowe przedłużenie rozejmu między USA i Iranem oraz przedłużenie o 3 tygodnie rozejmu między Izraelem a Libanem. Z kolei niekorzystnie oddziaływał fakt, że do powrotu rozmów pokojowych w Islamabadzie ostatecznie nie doszło i cieśnina Ormuz – kluczowa z punktu widzenia wpływu konfliktu na światową gospodarkę – pozostała de facto zamknięta dla żeglugi morskiej.
- Miniony tydzień zatem potwierdził ostrożne komentarze tonujące optymizm rynkowy, że choć utrwała się przekonanie, że żadna ze stron konfliktu nie dąży do wznowienia działań wojennych, to jednak różnice w oczekiwaniach USA (zawieszenie przez Iran programu wzbogacania uranu na co najmniej na 10 lat oraz wywiezienie z Iranu już wzbogaconego uranu) i Iranu (brak zgody na taką propozycję) spowodowały, że proces dyplomatyczny pozostaje w impasie.
- Według informacji portalu Axios na początku bieżącego tygodnia (podanej przez PAP) Iran przedstawił USA nową propozycję otwarcia cieśniny Ormuz i zakończenia wojny przy jednoczesnym przełożeniu negocjacji nuklearnych na późniejszy termin. Zgodnie z tą propozycją, negocjacje dot. programu nuklearnego Iranu rozpoczęłyby się po otwarciu cieśniny i zniesieniu blokady morskiej. Jednak, póki co panuje przekonanie, że odblokowanie pozbawiłoby USA narzędzi wpływu na Iran podczas przyszłych rozmów dot. programu nuklearnego, co wskazuje na ryzyko utrzymania się bieżącego impasu.
- W tych warunkach miniony tydzień przyniósł ostudzenie optymizmu rynkowego, który przeważał przez kilka wcześniejszych tygodni, przy powrocie obaw przed scenariuszem stagflacyjnym.
- Na rynku ropy naftowej większość minionego tygodnia przebiegła pod znakiem wyższych cen surowca, który na koniec tygodnia utrzymywał się powyżej 105 dolarów za baryłkę ropy Brent wobec wartości poniżej 95 dolarów za baryłkę tydzień wcześniej. Z początkiem bieżącego tygodnia ceny ropy obniżyły się bliżej 100 dolarów za baryłkę.
- Na rynku akcji miniony tydzień przyniósł lekkie obniżenie globalnego indeksu MSCI cen akcji o 0,2%, przy sporych różnicach regionalnych. Lepiej zachowywały się indeksy w USA (wzrost o 0,6%) i na rynkach wschodzących (1,2%), z kolei skokowy spadek (o blisko 3%) odnotowały giełdy w strefie euro.
- Po części te różnice w zachowaniu regionalnych rynków akcji tłumaczyć można informacjami napływającymi z gospodarek. W przypadku strefy euro w minionym tygodniu negatywne oddziaływały rozczarowujące wyniki

Biuro Analiz Makroekonomicznych  
i Sektorowych  
bosbank.analizy@bosbank.pl

**Łukasz Tarnawa**  
Główny Ekonomista  
+48 696 405 159  
lukasz.tarnawa@bosbank.pl

**Aleksandra Świątkowska**  
Ekonomista  
+48 515 111 698  
aleksandra.swiatkowska@bosbank.pl

kwietniowych wskaźników koniunktury w strefie euro. W szczególności silny spadek odnotowały indeksy PMI w usługach w strefie euro i w Niemczech – w okolice 47 pkt. (poziomy recesyjne) wobec nieco ponad 50 pkt. w marcu. Ponadto wyraźnie (o blisko 2 pkt. do 84,4 pkt.) spadł indeks koniunktury Ifo w Niemczech. Choć indeksy PMI w przemyśle pozostały powyżej 50 pkt. (poziom oddzielający rozwój od dekonunktury), a dla strefy euro nawet wzrósł (do 52,2 pkt.), niemniej istotną rolę odegrały tutaj wzrosty komponentu dot. długości dostaw. W normalnych warunkach wzrost tego komponentu sygnalizuje wzrost popytu, jednak w kwietniu wzrost ten zapewne wynikał z obaw przed stabilnością łańcuchów dostaw, co trudno uznać za pozytywny czynnik. Dane kwietniowe świadczą zatem o rosnącym ryzyku dla koniunktury gospodarczej w Europie wynikającym z blokady cieśniny Ormuz i tym samym ograniczenia dostaw surowców energetycznych i nieenergetycznych oraz negatywnie oddziałującej niepewności dot. rozwoju sytuacji w przyszłości. Z drugiej strony w USA kwietniowe wskaźniki PMI zarówno w przemyśle jak i w usługach lekko wzrosły. Także marcowa sprzedaż detaliczna wzrosła solidniej od oczekiwań, co pozytywnie odróżniło gospodarkę USA od strefy euro.

- Osłabienie wcześniejszego optymizmu rynkowego wzmocniło dolara (o 0,6% w relacji do koszyka walut), co poskutkowało lekkim umocnieniem dolara w relacji do euro w okolice 1,17 USD/EUR.
- Na rynkach stopy procentowej oprócz rozwoju sytuacji na Bliskim Wschodzie najbardziej oczekiwanym w minionym tygodniu wydarzeniem było wystąpienie przed senacką Komisją Bankową nominowanego na prezesa Fed Kevina Warsha. Jest to element procedury wyboru nowego prezesa Fed (konieczna jest akceptacja Senatu kandydatury prezydenta). Wystąpienie Warsha zostało zinterpretowane przez rynki jako nieco bardziej jastrzębie od oczekiwań (m.in. podtrzymał on ocenę konieczności wyraźnego ograniczenia skali bilansu Fed), co w trakcie tygodnia przyczyniło się do wzrostu rentowności obligacji skarbowych w USA – w przypadku 10-latek o 5 pkt. baz. w skali tygodnia. Rentowności 10-letnich Bundów pozostały w trakcie tygodnia w okolicach 3% – wzrost rentowności mogły ograniczać wspomniane słabe dane z gospodarki strefy euro.
- Bieżące oczekiwania rynkowe dotyczące przyszłych decyzji Fed i EBC wskazują na mniejsze niż 50% prawdopodobieństwo obniżki stóp Fed do końca roku (o 25 pkt. baz.). W przypadku EBC utrzymuje się ocena, że stopy zostaną podwyższone (o 25 pkt. baz.) na posiedzeniu w lipcu oraz że do kolejnej podwyżki stóp dojdzie pod koniec roku.
- Na krajowym rynku miniony tydzień przyniósł spadek notowań aktywów, po tym jak w kilku ostatnich tygodniach, zachowywały się one często lepiej niż aktywa na rynkach rozwiniętych – korzystając ze spadku awersji do ryzyka.
- WIG spadł w skali tygodnia o 3,4%, a kurs złotego osłabił się o 0,5% w relacji do koszyka walut. Wyraźnie w minionym tygodniu straciły też krajowe obligacje skarbowe, którym oprócz wyższej awersji do ryzyka, zaszkodził nawrót obaw przed podwyżką stóp NBP w tym roku w reakcji na wzrost cen ropy naftowej. W tych warunkach na dłuższym końcu krzywej dochodowości rentowności obligacji wzrosły o ponad 20 pkt. baz. (z jednodniowego niskiego poziomu w piątek przed tygodniem). W zbliżonej, choć nieco mniejszej skali wzrosły odpowiednie stawki IRS. Wzrosły także ceny instrumentów krótkoterminowych

(FRA). Po okresowym praktycznie całkowitym wygaszeniu obaw rynkowych przed podwyżką stóp NBP, obecnie rynek FRA ponownie dyskontuje przynajmniej jedną podwyżkę stóp o 25 pkt. baz. do końca bieżącego roku.

- Opublikowana w minionym tygodniu seria marcowych danych z gospodarki polskiej nie miała większego wpływu na notowania rodzimych aktywów. Wskazała ona na bardzo solidne wyniki [sprzedaży detalicznej](#) oraz produkcji w [przemysle](#) i [budownictwie](#). W przypadku sprzedaży po części był to efekt wcześniejszych Świąt Wielkanocnych, w przypadku produkcji budowlanej i przemysłowej (produkcja na rzecz budownictwa) - pozytywnego odreagowania po słabych danych z okresu styczeń i luty, wynikających ze srogiej zimy. Niemniej generalnie odreagowanie w marcu było silniejsze od oczekiwań.
- Tak jak marcowe dane o sprzedaży i produkcji zaskoczyły in plus, tak miesięczne dane z rynku pracy lekko rozczarowały (nieco wyższa od oczekiwań [stopa bezrobocia](#), nieco głębszy [spadek zatrudnienia](#)). Jednocześnie zmiany te nie są na tyle istotne by interpretować je jako symptom nadciągającego istotnego pogorszenia, raczej wskazują na utrzymującą się stagnację na rynku pracy w warunkach ograniczonego popytu na pracowników.
- Podsumowując całość danych miesięcznych za I kw. oceniamy, że krajowy wzrost PKB w I kw. ukształtował się poniżej 3,5% r/r wobec wzrostu o 4,1% r/r w IV kw. 2025 r. Z jednej strony zaciężyło osłabienie aktywności w budownictwie w okresie ostrej zimy, z drugiej strony skalę spowolnienia styczniowo-lutowego ograniczyło odreagowanie marcowej produkcji przemysłowej i budowlanej przy generalnie silnej sprzedaży detalicznej świadczącej o stabilizującym wpływie konsumpcji na aktywność gospodarczą w I kw.
- Uwaga rynkowa w najbliższych dniach będzie się nadal koncentrować na sytuacji na Bliskim Wschodzie, przede wszystkim na sygnałach czy uda się zbliżyć stanowiska stron w kluczowej kwestii programu atomowego Iranu.
- Obok sytuacji na Bliskim Wschodzie, istotne dla inwestorów będą odbywające się w tym tygodniu posiedzenia głównych banków centralnych, w tym Fed i EBC. Choć powszechne jest oczekiwanie na stabilizację stóp procentowych, to kluczowy dla inwestorów będzie przekaz dot. oceny bieżącej sytuacji gospodarczej (bieżąca inflacja vs. przyszły wzrost gospodarczy) w kontekście kolejnych decyzji Fed i EBC.
- W kraju opublikowany zostanie wstępny szacunek CPI za kwiecień. Szacujemy, że inflacja w kwietniu lekko wzrosta do 3,1-3,2% r/r przede wszystkim w następstwie wzrostu cen nośników energii (min. gazu w butlach), biletów lotniczych oraz cen administrowanych (m.in. solidne wzrosty opłat za wywóz śmieci).

---

## Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

---

- **Posiedzenie Komitetu Otwartego Rynku Fed (28–29 kwietnia)**

**Oczekujemy, że komitet FOMC pozostawi bez zmian stopy procentowe, w tym stopę funduszy federalnych na poziomie 3,50% – 3,75%.**

Biorąc pod uwagę wciąż niejasną sytuację dot. konfliktu na Bliskim Wschodzie oraz utrzymujące się niejednoznaczne dane z rynku pracy zakładamy, że FOMC utrzyma retorykę „wait and see” dot. przyszłych decyzji.

Ponadto, przy niskim prawdopodobieństwie zmiany stóp w krótkim okresie, fakt zmiany na stanowisku prezesa Fed (kadencja prezesa Powella upływająca w maju) także ogranicza znaczenie przekazu komitetu i samego prezesa Powella dot. dłuższej perspektywy.

- **Posiedzenie Rady Europejskiego Banku Centralnego (30 kwietnia)**

**Oczekujemy, że rada EBC utrzyma stopy procentowe na stabilnym poziomie, w tym stopę depozytową na poziomie 2,00%.**

W wypowiedziach członków rady EBC, w tym prezes Lagarde w minionych tygodniach dominowała preferencja stabilizacji stóp w krótkim okresie i dalszej analizy napływających danych i informacji.

Z jednej strony przy przedłużającym się konflikcie na Bliskim Wschodzie wzrosło prawdopodobieństwo podwyżki stóp na posiedzeniu czerwcowym, ale z drugiej strony w ostatnich dniach wyraźnie pogorszyły się także perspektywy wzrostu gospodarczego w strefie euro (wskaźniki koniunktury). Taki bilans danych mocno utrudni radzie EBC prowadzenie polityki pieniężnej. Z tego względu kluczowego będą wszelkie oceny dot. bilansu ryzyka dla prognoz i ocena, czy preferencją rady będą szybsze obniżki w celu ograniczenia ich skali (zaadresowanie ryzyka oczekiwań inflacyjnych), czy też wydłużenie analizy i sprawdzenie, czy bieżące trendy inflacyjne wpływają na średnioterminowe prognozy inflacji (oczekiwania konsumentów, przedsiębiorstw, wyniki dot. negocjacji płacowych).

- **Wskaźnik inflacji w kwietniu – szacunek *flash* (30 kwietnia)**

**Prognozujemy wstępnie, że w kwietniu wskaźnik inflacji CPI ukształtował się w przedziale 3,1-3,2% r/r.** Według naszych szacunków w kwietniu w kierunku wzrostu rocznego wskaźnika inflacji oddziaływał wzrost inflacji bazowej w okolice 3% r/r (m.in. za sprawą wzrosty opłat za śmieci, czy za bilety lotnicze) oraz nośników energii (silny wzrost cen gazu w butlach). Ograniczająco na wzrost CPI oddziaływało w kwietniu lekkie obniżenie dynamiki cen żywności (podwyższona baza odniesienia sprzed roku) oraz paliw do środków transportu (efekt obniżenia VAT i akcyzy na paliwa).

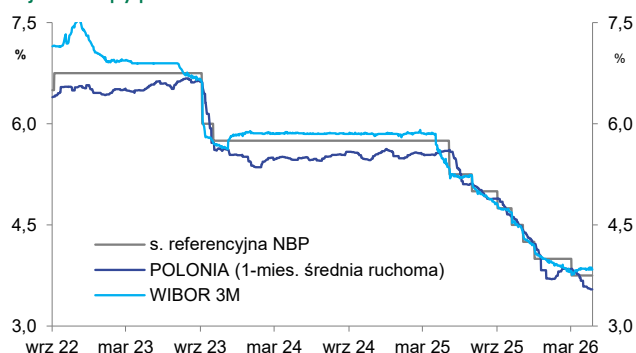
## Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 28 kwietnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:00	HU	Decyzja Węgierskiego Banku Centralnego dot. stóp procentowych	kwi	6,25%	6,25%	-
środa 29 kwietnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
20:00	US	Decyzja FOMC dot. stóp procentowych	kwi	3,50% - 3,75%	3,50% - 3,75%	3,50% - 3,75%
20:30	US	Konferencja prasowa prezesa Fed po posiedzeniu FOMC	kwi	-	-	-
czwartek 30 kwietnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – przemysł	kwi	50,4 pkt.	50,1 pkt.	-
03:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – usługi	kwi	50,1 pkt.	49,9 pkt.	-
03:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł	kwi	50,8 pkt.	51,6 pkt.	-
08:00	DE	Dynamika PKB (wst.)	I kw.	0,3%kw/kw	0,3%kw/kw	-
<b>09:30</b>	<b>PL</b>	<b>Wskaźnik inflacji CPI (wst.)</b>	<b>kwi</b>	<b>3,0% r/r</b>	<b>-</b>	<b>3,1-3,2% r/r</b>
11:00	EMU	Inflacja HICP (wst.)	kwi	2,6% r/r	2,5% r/r	-
11:00	EMU	Inflacja HICP – wskaźnik bazowy (wst.)	kwi	2,3% r/r	2,3% r/r	-
13:00	UK	Decyzja Banku Anglii dot. stóp procentowych	kwi	3,75%	3,75%	-
14:15	EMU	Decyzja rady EBC dot. stóp procentowych (st. depo / ref.)	kwi	2,00% / 2,15%	2,00% / 2,15%	2,00% / 2,15%
14:30	US	Wskaźnik inflacji PCE	mar	2,8% m/m	2,8% m/m	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji bazowej PCE	mar	3,0% m/m	3,0% m/m	-
14:30	US	Dochody gospodarstw domowych	mar	-0,1% r/r	0,3% r/r	-
14:30	US	Wydatki gospodarstw domowych	mar	0,5% r/r	0,6% r/r	-
14:30	US	Wzrost PKB (wst.)	I kw.	0,5% kw/kw	0,7% kw/kw	-
14:45	EMU	Konferencja prasowa prezes EBC po posiedzeniu rady EBC	kwi	-	-	-
piątek 1 maja			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł	kwi	52,7 pkt.	52,3 pkt.	-
poniedziałek 4 maja			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
<b>09:00</b>	<b>PL</b>	<b>Indeks koniunktury PMI – przemysł</b>	<b>kwi</b>	<b>48,7 pkt.</b>	<b>-</b>	<b>48,1 pkt.</b>

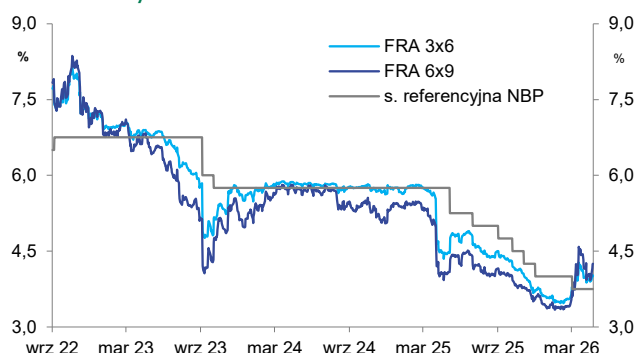
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu.

## Rynki finansowe

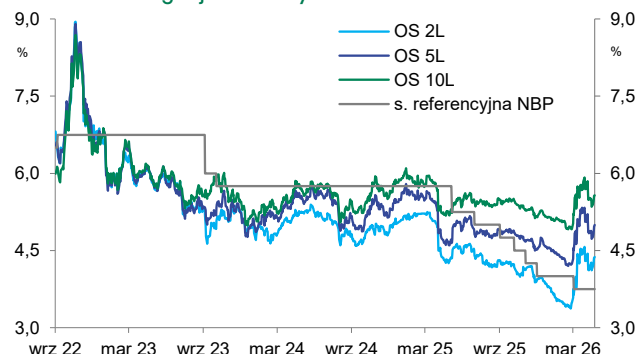
### Krajowe stopy procentowe



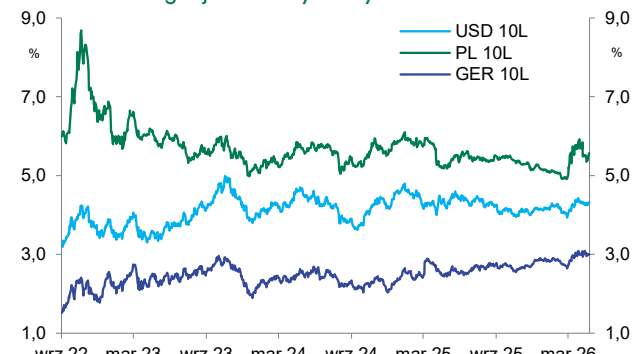
### Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



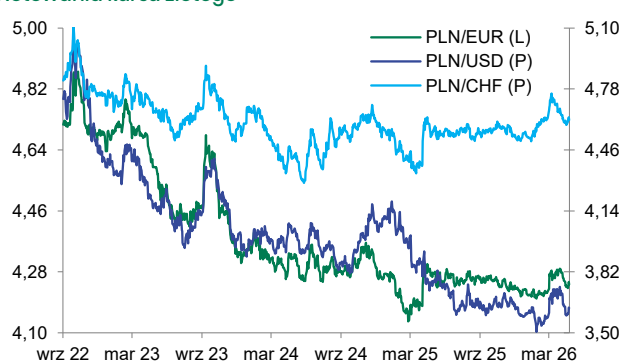
### Rentowności obligacji skarbowych - Polska



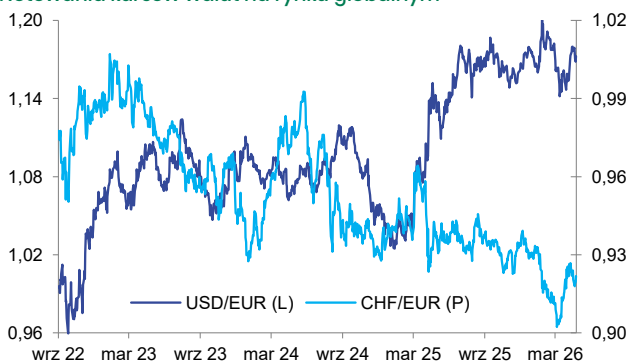
### Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



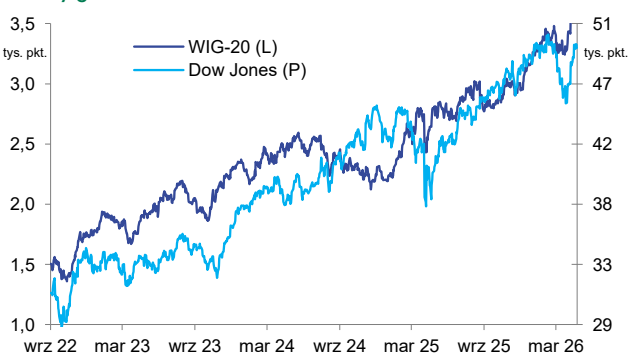
### Notowania kursu złotego



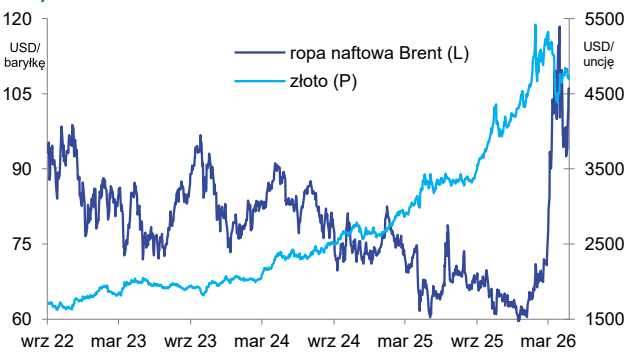
### Notowania kursów walut na rynku globalnym



### Indeksy giełdowe

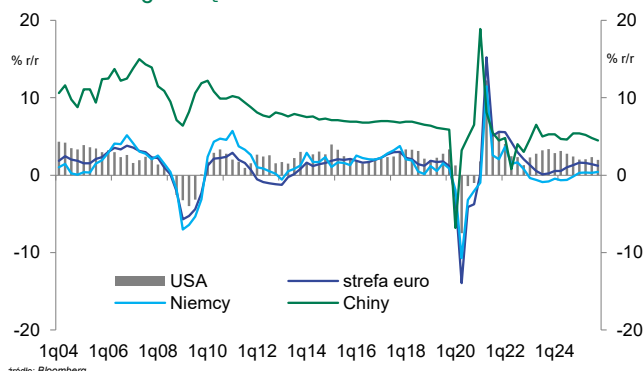


### Ceny surowców

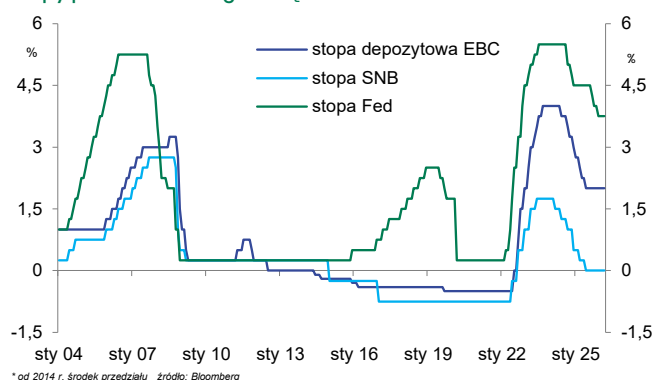


## Sfera realna

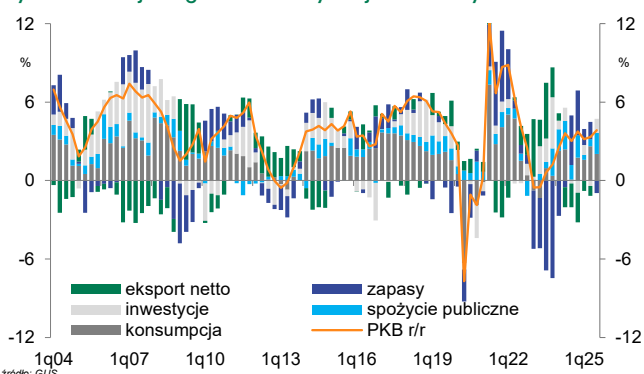
### Wzrost PKB za granicą



### Stopy procentowe za granicą



### Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



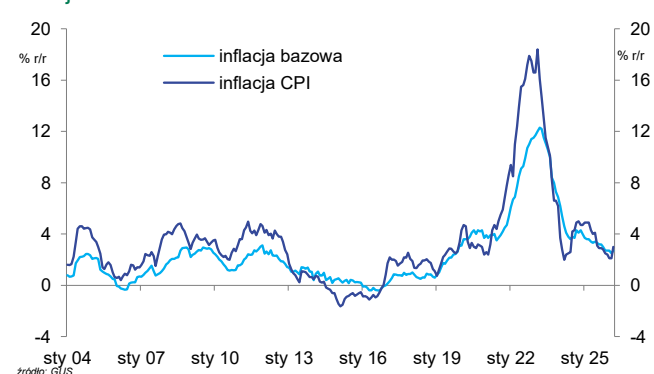
### Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



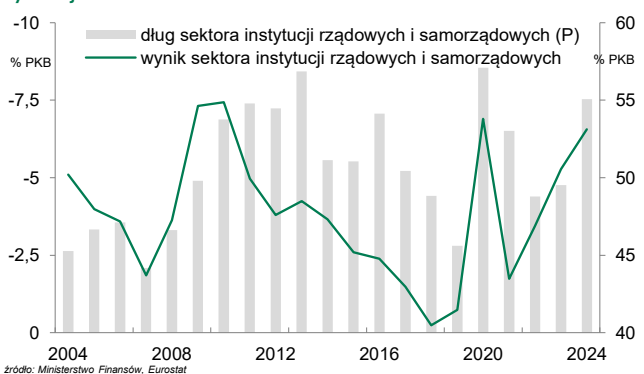
### Rynek pracy



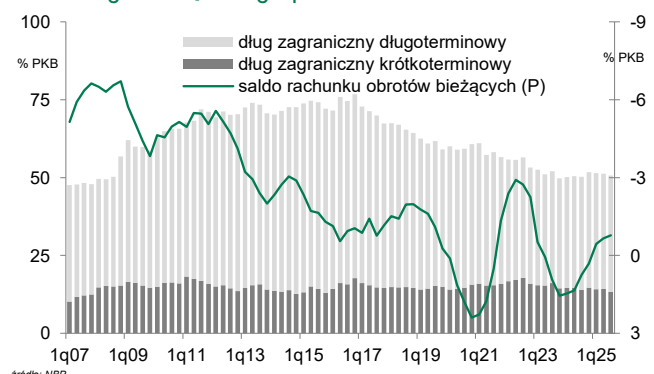
### Inflacja



### Sytuacja fiskalna



### Równowaga zewnętrzna gospodarki





## Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.03.2026	17.04.2026	24.04.2026	31.05.2026	30.06.2026	30.09.2026
Stopa lombardowa NBP	%	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25
Stopa referencyjna NBP	%	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75
Stopa depozytowa NBP	%	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25
WIBOR 3M	%	3,85	3,87	3,84	3,85	3,85	3,85
FRA 3x6	%	4,04	3,90	4,02	-	-	-
FRA 6x9	%	4,33	3,93	4,25	-	-	-
FRA 9x12	%	4,52	4,01	4,37	-	-	-
IRS 2L	%	4,44	4,08	4,33	-	-	-
IRS 5L	%	4,62	4,19	4,45	-	-	-
IRS 10L	%	4,91	4,50	4,71	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,50	4,11	4,37	4,20	4,10	3,80
Obligacje skarbowe 5L	%	5,25	4,73	5,00	4,80	4,70	4,50
Obligacje skarbowe 10L	%	5,86	5,35	5,57	5,40	5,35	5,20
PLN/EUR	PLN	4,29	4,24	4,24	4,25	4,25	4,25
PLN/USD	PLN	3,74	3,59	3,63	3,63	3,65	3,70
PLN/CHF	PLN	4,68	4,59	4,62	4,64	4,64	4,63
USD/EUR	USD	1,16	1,18	1,17	1,17	1,17	1,15
Stopa Fed	%	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75
Stopa depozytowa EBC	%	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Stopa SNB	%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obligacje skarbowe USD 10L	%	4,32	4,25	4,30	4,20	4,15	4,00
Obligacje skarbowe GER 10L	%	3,00	2,96	2,99	2,95	2,90	2,85

źródła danych historycznych: NBP, Bloomberg

**WAŻNA INFORMACJA:** Niniejszy materiał ma charakter prognozy, został opracowany wyłącznie w celu informacyjnym i nie może być traktowany jako doradztwo ani porada inwestycyjna. W szczególności nie może być traktowany jako oferta lub rekomendacja do zawierania jakichkolwiek transakcji. Nie jest to forma reklamy ani oferta sprzedaży jakiegokolwiek usługi oferowanej przez BOŚ Bank. Przedstawione w niniejszej publikacji opinie i prognozy są wyrazem niezależnej oceny autorów w momencie ich wydania i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje, w tym dane statystyczne, zawarte w materiale pochodzą z ogólnie dostępnych, wiarygodnych źródeł, jednak BOŚ Bank nie może zagwarantować ich dokładności i pełności. BOŚ Bank nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym materiale.

Niniejszy dokument stanowi własność BOŚ Bank. Materiał może być wykorzystywany do opracowań własnych pod warunkiem powołania się na źródło. Powielanie bądź publikowanie niniejszego raportu lub jego części bez pisemnej zgody BOŚ Bank jest zabronione. Bank Ochrony Środowiska Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Żelaznej 32, 00-832 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS: 0000015525 NIP: 527-020-33-13; kapitał zakładowy: 929 476 710 zł wpłacony w całości.